

增 持 维持

中国远洋（601919）

2010 年 04 月 23 日

09 业绩受累于集运，预计集运 2 季度扭亏

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053
ymniu@htsec.com
021-23219420

钱列飞
联系人
qianlf@htsec.com
021-23219104

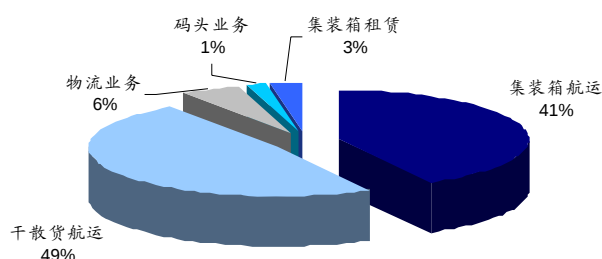
公司年报业绩-0.74 元/股，低于市场预期。2009 年公司实现营业收入 557.35 亿元，同比下降 51.9%；归属于母公司所有者的净利润-75.41 亿元，同比减少 169.86%，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润-118.93 亿元，同比下降 167.83%。

表 1 2008 年 1 季度以来主要业绩指标分季度数据

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营业收入（万元）	2802529	3413804	3321825	1958676	1075792	1209277	1582779	1705615
营业利润（万元）	807955	1045324	684682	-577443	-232637	-109972	-28887	-194798
毛利率(%)	33.30	30.98	29.29	-6.22	-13.51	-6.10	5.98	-4.58
每股收益（元）	0.60	0.79	0.54	-0.87	-0.33	-0.12	-0.07	-0.22
每股经营性现金流（元）	0.80	0.83	0.67	-0.01	-0.38	-0.21	-0.62	0.63

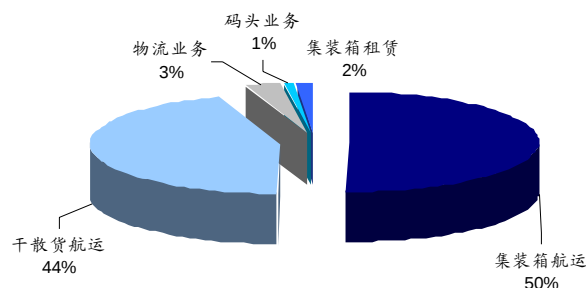
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 1 公司 2009 年营业收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 公司 2009 年营业成本构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

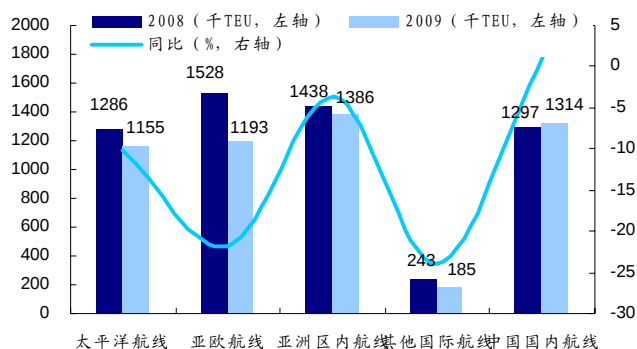
公司业绩下滑主要还是受到集装箱航运业务大幅亏损的影响：

（1）**集装箱航运市场供过于求导致严重亏损**：2009 年市场需求显著下滑，但全球集装箱船队运力投放却保持增长，供过于求的局面导致运费迅速下滑。中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）自 2008 年末开始显著下跌，一度跌至去年 6 月 26 日的 763.31 点，虽然下半年开始有所回升，但仍低于 2008 年水平。2009 年公司实现的平均单箱收入为 4060 元/标准箱，同比下降 36.9%。公司全年完成集装箱航运相关货运量约 523 万 TEU，同比减少约 9.6%，但受运价下跌拖累，营业收入同比大幅下降 40.5%至 238.39 亿元，营业毛利为-57.50 亿元，毛利率约为-24.1%；

请务必阅读正文之后的免责条款

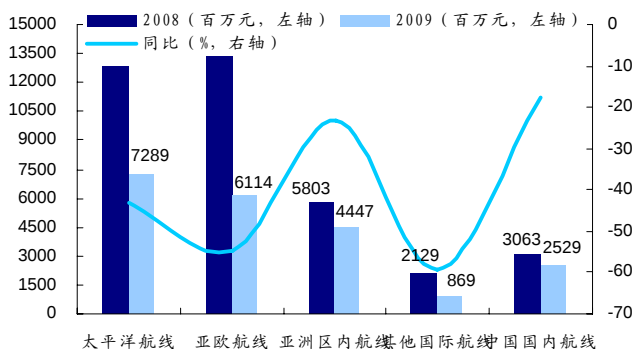
(2) **干散货航运业务已盈亏平衡, 实现微利:** 2009 年在中国铁矿石和煤炭强劲进口的带动下, 全球干散货海运总体需求要好于集运市场, BDI 指数震荡上行, BDI 年度均值 2617 点, 较 2008 年下跌 59%, 但相比 2008 年 4 季度大幅提升了 124%。公司全年完成干散货航运业务货运量 27154 万吨, 同比下降 7.36%, 货运周转量 1.4 万亿吨海里, 同比下降 6.67%。其中, 煤炭承运量为 8513 万吨, 同比下降 4.72%; 矿石承运量 12243 万吨, 同比下降 0.73%; 实现营业收入 273.79 亿元, 同比下降 61.8%, 营业毛利为 12.87 亿元, 毛利率约为 4.7%;

图 3 2009 年公司集装箱航运分航线货运量



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 4 2009 年公司集装箱航运分航线收入



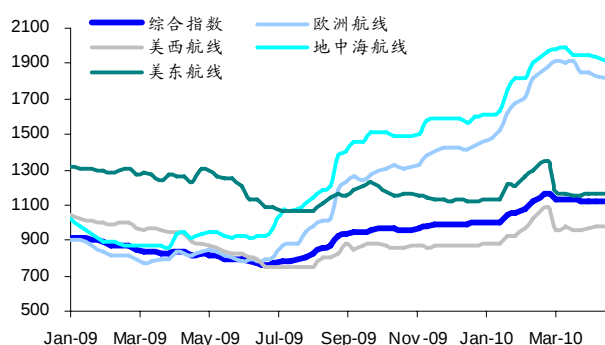
资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

干散货船亏损合同拨备同比减少 38 亿元, FFA 增加收益 87 亿元。公司拨回了以前年度计提的亏损合同拨备约 52 亿元, 其中上半年拨回了近 47 亿, 下半年约 5 亿元。2009 年公司新确认约 14 亿元的干散货亏损合同拨备, 其中敞口合同约 5 亿元, 锁定合同约 9 亿元。公司按照 BDI3000 点的水平进行拨备, 亏损合同拨备计入营业外支出项目; 此外, 2009 年干散货船公司持有的 FFA (远期运费协议) 带来公允价值变动收益和投资收益约 35 亿元, 而 2008 年则损失了 52 亿元。从分项来看, 其中抵减已结算并计入投资收益 25 亿元, FFA 公允价值变动收益约 10 亿元。

集运市场趋势性回暖, 预计 2010 年 2 季度将能实现扭亏。目前欧线运价在 1900 美元/TEU 附近, 已能实现盈利; 而就美线而言, 每年的 1 季度末 2 季度初为大客户年度运价谈判期, 预计大客户运价谈判的价格将超过 2000 美元/FEU。就非大客户的运价方面, 目前美西航线已持续在 2000 美元/FEU 上方近 3 个月, 而保本线约在 2000 美元/FEU 附近;

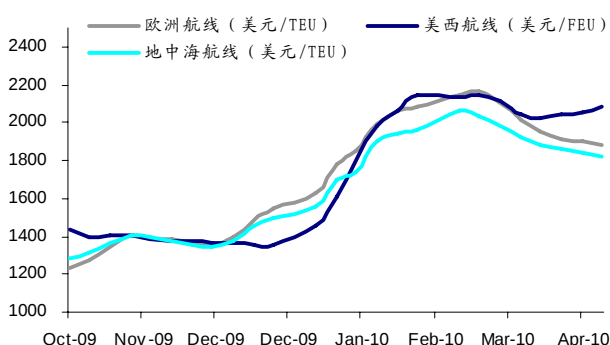
如果仅就 1 季度来看, 美西航线运价均值在 1957 美元/FEU, 欧洲航线为 1980 美元/TEU, 但由于公司在美线大客户占比为约三分之二, 欧线大客户占比为 50%, 大客户的运价仍执行之前的合同, 所以预计 1 季度将减亏, 2 季度开始将能开始实现扭亏。而 3 季度又将迎来传统旺季, 圣诞货需求按往年惯例将从 7 月开始持续至 11 月份, 预计补库存需求将使旺季提前到来, 将进一步提升集运市场运价水平。

图 5 中国出口集装箱综合运价指数 (CCFI) 走势图



资料来源: 中华航运网, 海通证券研究所

图 6 上海出口集装箱主要航线运价情况

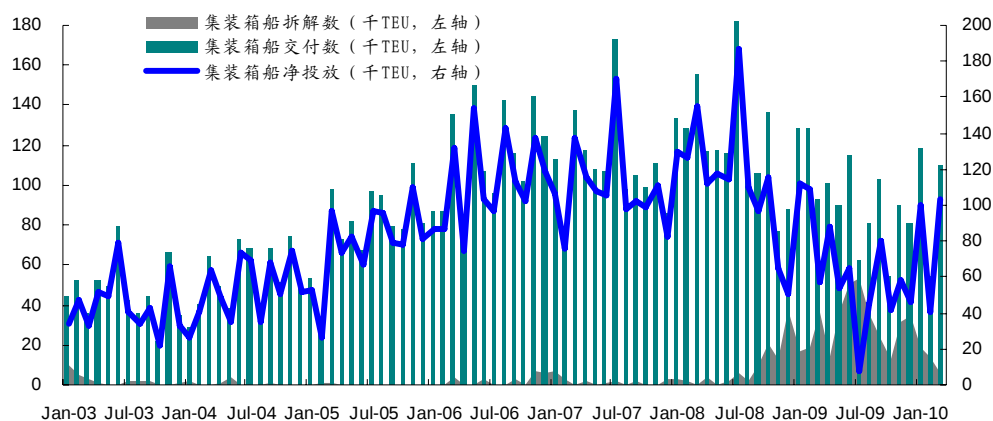


资料来源: 上海航交所, 海通证券研究所

3 月份以来, OECD、WB、IMF 等国际性机构纷纷调高全球经济增长预期至 4% 左右, 如果按照往年 GDP 每增加 1 个百分点, 全球贸易量增加约 2 至 3 个百分点的经验判断, 今年集运市场需求预计将有 8% 至 12% 的增长。

影响集运市场运价走势最主要的不确定性因素还是来自于运力的投放，目前全球集装箱船舶的闲置运力在 9% 左右，以上新增的需求将能够消化掉目前闲置的运力。而据同为 A 股上市公司并以经营集运业务为主的中海集运年报披露的数据，2010 年市场上交付新船运力增长将达到 9% 左右，因而我们预计全年供需仍将失衡，目前全球集装箱船在手订单占运力比约为 35%（Clarkson 统计），明后两年仍将是运力投放高峰期，需求能否实现平衡，还将视乎全球贸易的发展趋势。

图 7 全球集装箱船净运力投放情况（截至 2010 年 3 月底）



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

截至 2009 年底公司经营 146 艘集装箱船舶，合计 561038 标准箱，较 2008 年底增加 13%。公司当年新交付使用集装箱船舶 5 艘，合计 29793 标准箱。扣除出租运力后，自营运力规模同比缩减 1.7%。

2009 年公司没有新签订的船舶订单。截至 2009 年底，公司共计持有 54 艘集装箱船舶订单，合计 414926 标准箱。

表 2 公司集装箱船舶订单持有情况（截至 2009 年 12 月 31 日）

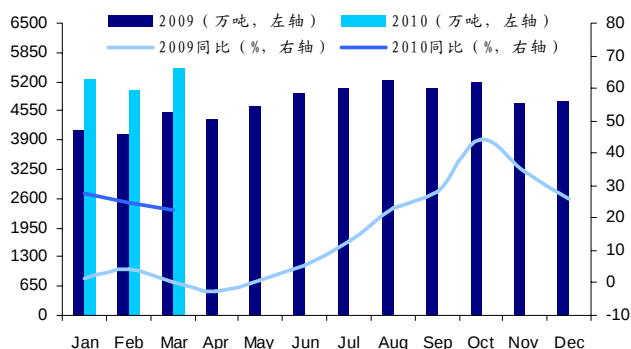
年份	自有		租入		合计	
	艘	标准箱	艘	标准箱	艘	标准箱
2010	9	45924	6	46981	15	92905
2011	7	29750	7	77853	14	107603
2012	16	95300	4	52368	20	147668
2013	5	66750	-	-	5	66750
合计	37	237724	17	177202	54	414926

资料来源：公司公告，海通证券研究所

干散货运输将继续增长，BDI 走势依赖于 Capesize 型船运价的企稳回升。2010 年全球经济复苏将提升铁矿石、煤炭等原材料的需求。航运咨询机构 Marsoft 预测，2010 年主要干散货货种的海运量增幅将升至 10.5%。其中，中国因素仍是最大亮点，同时印度进口潜力不可忽视，中东需求有望快速增长，欧美、日韩等国需求将能保持平稳，综合预测 2010 年干散货市场的总体情况将好于 2009 年。

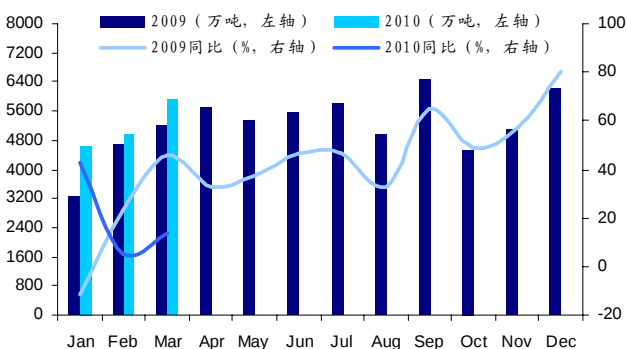
从 1 季度干散货航运市场走势来看，Capesize 型船运价走势相对较弱，主要还是受铁矿石谈判中的供应方放缓发货速度以提高谈判筹码，而由于受到南美谷物贸易出口等的推动，灵便型和巴拿马型船走势较强，BDI 指数 1 月份以来均值达到 3016 点，较去年同期上涨 93%，较 2009 全年均值上涨 15%。从需求来看，中国粗钢产量前 3 个月同比增幅维持在 20% 以上，铁矿石进口量同比增幅达到 18%，依然保持良好的势头；铁矿石存量则维持在 6600 万吨至 7100 万吨的水平。未来 BDI 的继续上行将依赖于 Capesize 型船运价的企稳回升，而其主要的推动力还是矿石谈判结果。

图 8 2009 年以来中国粗钢产量及同比增速



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 9 2009 年以来中国铁矿石进口量及同比增速

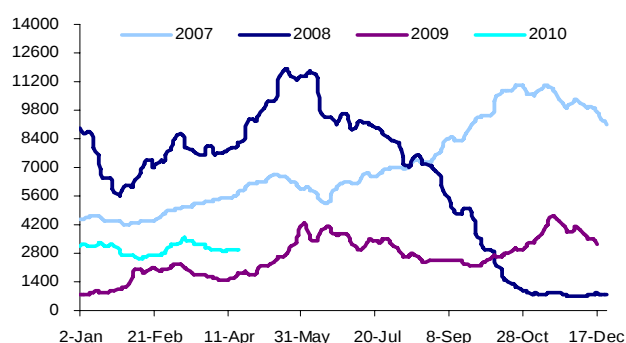


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

从运力供给方面来看，市场将持续感受来自运力供给方面的压力。Marsoft 预测，2010 年全球干散货船运力的增幅将达到 12.5%，新船交付量将创历史新高。目前全球干散货船在手订单占运力比约为 61%（Clarkson 统计），未来两年将继续维持运力较高的投放。而且 1 月份以来，受市场走势推动，新签干散货船订单有回升趋势。

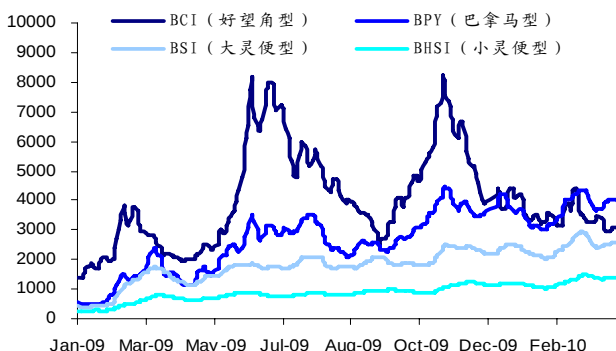
此外，铁矿石价格谈判、季节性因素、中国铁矿石月度进口不平衡、FFA 交易量、运力拆解、天气等不确定因素将使市场波动性加大。

图 10 2007-2010 波罗的海干散货综合运价指数走势图



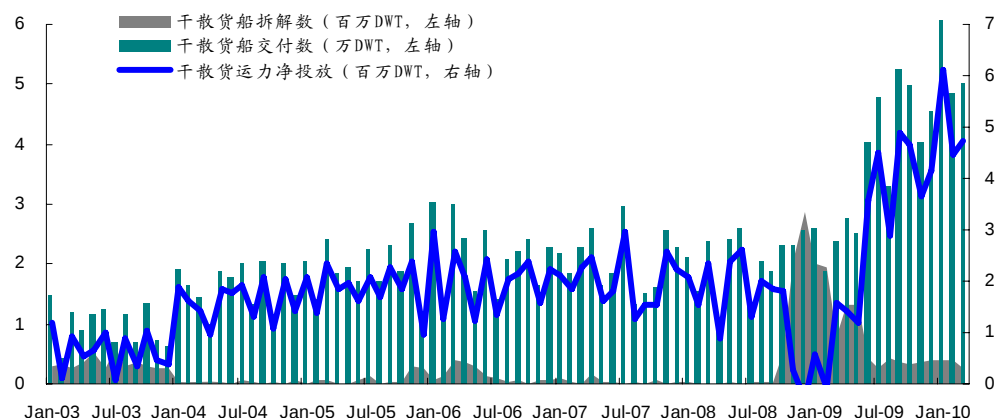
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 11 2009 年以来各主要干散货船型运价指数走势图



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 12 全球干散货船净运力投放情况（截至 2010 年 3 月底）



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

至 2009 年 12 月 31 日，公司经营的干散货船舶 439 艘/36572031 载重吨，继续保持干散货船队全球的领先地位。

表 3 公司干散货船舶订单持有情况（截至 2009.12.31）

船型	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年		合计	
	艘数	载重吨	艘数	载重吨	艘数	载重吨	艘数	载重吨	艘数	载重吨
超大型船	4	1190000	-	-	-	-	-	-	4	1190000
好望角型	1	205000	5	1025000	-	-	2	410000	8	1640000
巴拿马型	3	228000	-	-	5	575000	3	345000	11	1148000
大灵便型	5	285000	-	-	-	-	2	114000	7	399000
合计	13	1908000	5	1025000	5	575000	7	869000	30	4377000

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测和投资建议。公司干散货运输业务预计总体好于 2009 年，将能贡献每股 0.1 元左右净利润；集运业务估计在二季度开始扭亏，全年总体不再亏损拖累业绩。我们预计 2010 年每股收益 0.1 元，二季度集运业务的扭亏将为公司带来交易性机会，建议增持，我们认为有 15% 的上升空间，6 个月目标价 13.50 元。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

钱列飞：交通运输组

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、赣粤高速、皖通高速、楚天高速、福建高速、四川成渝。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。